

# 宏观策略周报（2023.9.11）

寇宁

期货从业资格号：

F0262038

投资咨询从业证书号：

Z0002132

张晨

期货从业资格号：

F0284349

投资咨询从业证书号：

Z0010567

车美超

期货从业资格号：

F0284346

投资咨询从业证书号：

Z0011885

报告制作时间：

2023年9月11日

审核人：肖利娜

一德期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38号

## ■ 核心逻辑

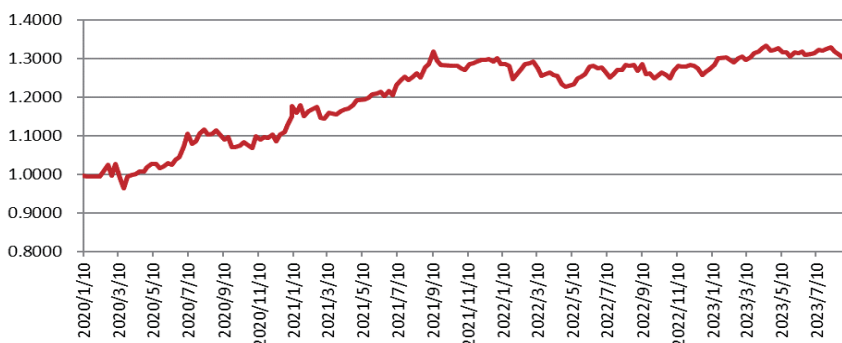
- 4日当周，受市场资金趋紧的影响，国内股债价格双双回落。8月国内出口降幅收窄但仍存压力，国内通胀触底但预期弱回升，经济弱修复与地产政策落地下，国内货币环境维持宽松预期，对金融市场仍有支撑。海外市场在原油价格走高及美强欧弱的经济格局下，加息预期回升支撑美元上涨，令海外市场风险偏好下降，施压国内风险资产同时，抑制商品上涨幅度。受到北向资金持续流出影响，A股成交再度远离万亿水平情况下，建议持仓为主，如指数再度探底至3100下方可重点关注企稳后的配置机会。8月中旬以来，国债市场持续调整，目前10年期国债收益率已升至6月央行首次降息的水平，短期利率进一步上行空间预期有限，操作上可维持仓位，或波动操作思路下适当买入。
- 本周资产配置排序：股票>债券>商品。

## ■ 配置建议与策略跟踪

- 配置建议

大类资产	周度配置	较上周变化	中长期比例
股票	20%	—	30%
国债	15%	—	15%
黄金	20%	—	20%
商品	10%	—	15%
现金	35%	—	20%

- 周度策略跟踪



# 目 录

1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析.....	1
2.1 出口降幅见底 地产销售高位回落.....	1
2.2 通胀总体回升 持续上涨动能不足.....	4
2.3 银行资金压力缓解 市场利率震荡回落.....	5
2.4 通胀预期有所反复，加息预期边际转鹰.....	5
3. 资产配置建议：.....	6
4.本周重要数据及事件关注：.....	9
免责声明.....	10

## 1. 大类资产表现比较

近期国内刺激政策出台力度空前，但政策效果显现仍需要时间消化，金融市场信心提振作用有限，A股表现低迷，4日当周股票类指数资产全线收跌，其中沪深300指数跌幅最深为-1.36%，商品指数也回调1.23%。随着物价触底回升，经济边际改善，国债收益率出现明显反弹，成为当周国内宏观大类资产中表现最优的资产。美元持续攀升对人民币汇价构成明显的外部贬值压力，情绪指标显示市场对人民币汇率贬值预期较为一致，此外，我国8月出口数据虽环比好转，但依旧延续负增长，对汇率的支撑作用减弱，在岸-离岸人民币价格贬值至年内新低水平。

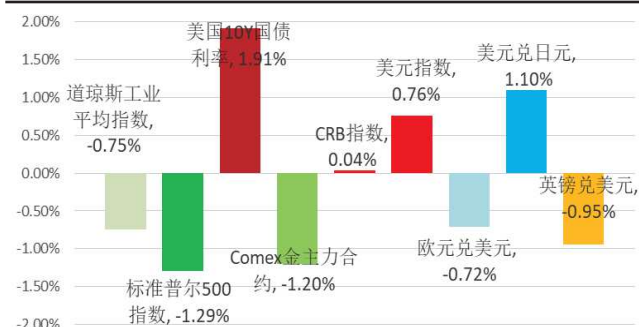
上周美国公布的经济数据显示，服务业PMI回升且优于市场预期，贸易逆差连续三个月收窄，初请失业金人数减少，强劲的经济数据提振美元指数持续攀升。在能源价格不断走高的影响下，市场预期美国8月通胀水平延续回升，当前美联储年内终止加息仍不能确定，利率端或重燃再通胀定价。4日当周，10年期美债收益率环比上涨1.91%至4.26%，美元指数延续反弹0.76%。股指、贵金属、非美货币均呈现不同程度的下跌。

图 1.1：国内宏观大类资产周度表现



资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

图 1.2：海外宏观大类资产周度表现



资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

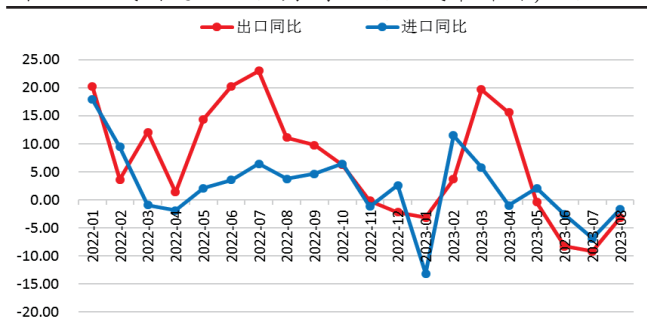
## 2. 经济环境分析

### 2.1 出口降幅见底 地产销售高位回落

8月，受基数走低的影响，我国以人民币计价的出口同比下降3.2%，降幅较7月

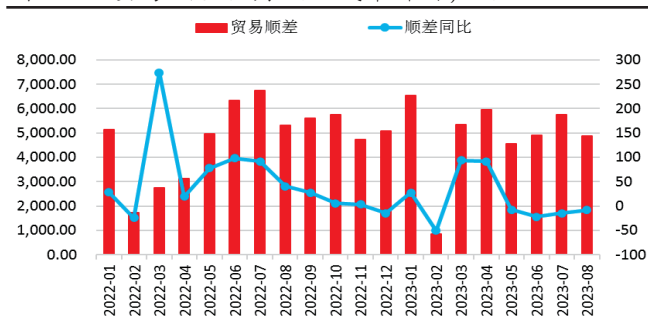
收窄 6 个百分点，环比增长 1.2%，但两年复合增长 3.7%，为今年以来较低水平，国内出口增长边际改善，但仍处于低位。主要贸易伙伴中，8 月，我国对美国、欧盟、东盟出口同比降幅收窄，对日本出口降幅进一步扩大，但从对我国出口贡献上看，对东盟、美国出口降幅收窄是 8 月出口回升的主要贡献，此外，对香港、印度、台湾、越南出口转正亦对我国出口形成较强拉动，但对欧盟出口回升幅度较小，对出口回升贡献有限，对欧盟出口增长乏力是当前我国出口的主要压力。8 月，我国对俄罗斯出口同比增长 23%，仍为贸易伙伴国中最高，但较 7 月大幅下滑 39 个百分点，对我国出口增长贡献下降。出口商品中，8 月服装玩具等劳动密集产品降幅明显收窄，家电、音像等地产相关商品增长明显，反映美国经济维持韧性的滞后影响。后市看，在美国制造业回流的支持下，美国经济仍存韧性，但随着劳动力市场松动，美国消费需求面临走弱的风险，欧洲经济在高通胀与货币政策收紧的压力下，经济亦存在较大回落可能，总体看我国出口在明年仍将面临压力，但四季度在高基数影响逐渐消退下，年内出口低点大概率已显现，预计后期出口降幅会延续慢收窄的走势。8 月，我国以人民币计价的进口增长在高基数的背景下降幅收窄 5.3 个百分点至 -1.6%，进口商品中，我对原油、铁矿、铜等大宗商品进口改善明显，体现我国工业生产及投资的回升。8 月，我国实现贸易顺差收窄至 4880 亿元，当月同比降幅受低基数影响延续收窄至 -8.1%，但 1-8 月累计同比增长 6.7%，5 月以来持续回落，净出口对经济增长仍有支撑，但力度减弱。

图 2.1：我国进出口当月同比（人民币计价，%）



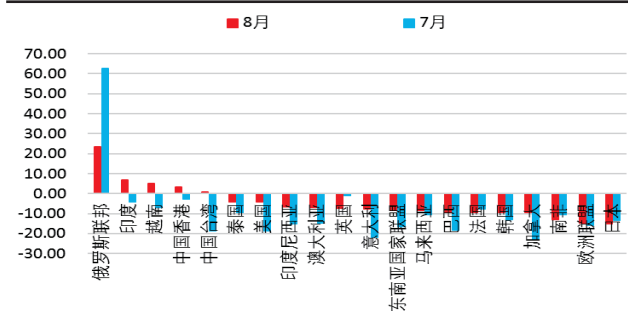
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.2：贸易顺差当月（人民币计价，%）



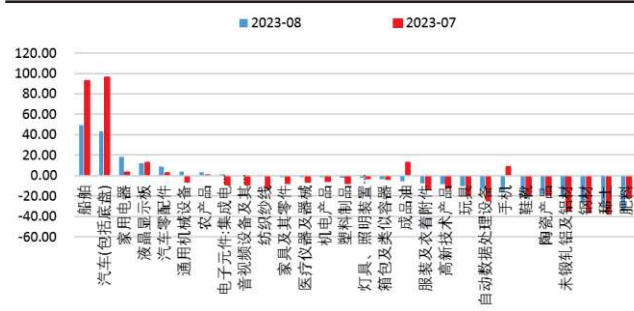
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.3: 对主要贸易伙伴出口同比 (人民币计价, %)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.4: 主要出口商品当月同比 (人民币计价, %)

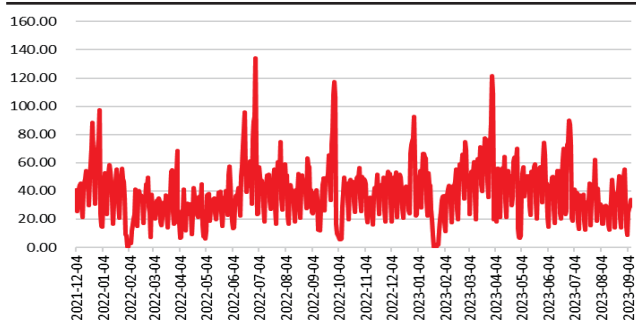


资料来源: wind, 一德宏观战略部

4日当周, 全国 247 家钢厂高炉开工率回升 0.3 个百分点至 84.39%, 8 月以来总体呈现上涨趋势。钢材库存除板块库存上涨外, 均出现回落, 建材库存与钢材螺纹钢库存环比第四周下降, 降幅较前一周扩大, 钢厂线材库存由涨转跌小幅回落, 总体看, 随着开工旺季到来, 终端需求持续恢复, 但终端实际接货意愿偏弱, 消费力度弱于往年同期。

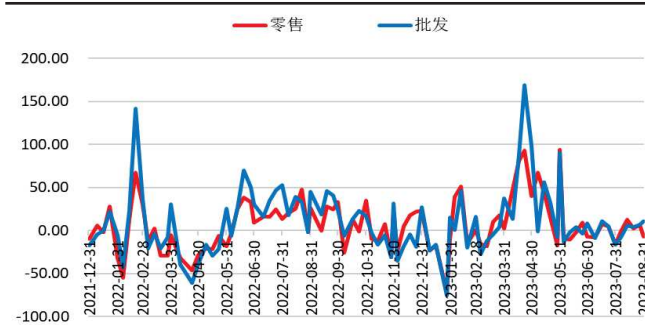
终端需求方面, 4日当周, 30 大中城市商品房日均成交面积环比高位显著回落, 当周日均成交面积周环比下降 33.27%, 当周日均成交面积跌至年内次低, 房地产重磅政策落地后, 市场热度并未持续, 但考虑到政策起效存在滞后性, 后续仍需进一步观察地产销售变化情况。8 月第五周, 国内乘用车销量同比分化, 全国乘用车厂商日均零售量同比转跌, 当周同比增长分别由前一周的 6.69% 转为下降 7.33%, 批发量当周同比增长由前一周的 6.53% 扩大至 10.66%。8 月乘用车市场零售达到 192.0 万辆, 同比增长 2.5%, 环比增长 8.6%, 乘用车零售量创历史同期最高水平。乘联会指出, 8 月促消费政策声势大, 促销仍处最高位, 加之近期成都车展前后有大量新品和低价新款推出, 消费需求有所释放。

图 2.5: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 乘用车销量当周同比增长 (%)

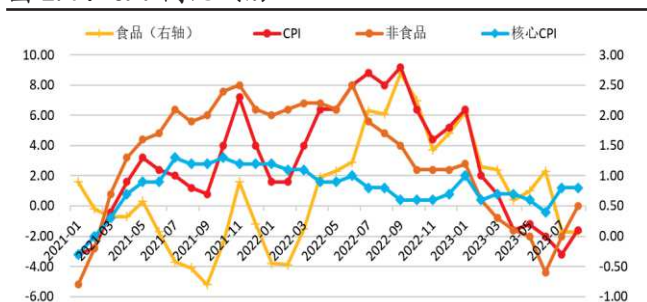


资料来源: wind, 一德宏观战略部

## 2.2 通胀总体回升 持续上涨动能不足

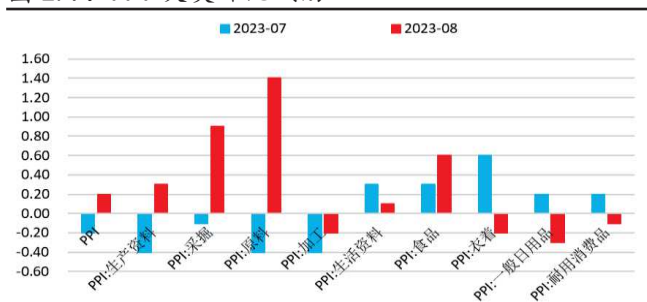
8月，国内CPI同比增长0.1%，由跌转涨，环比增长0.3%，较7月加快0.1个百分点，其中，猪肉价格环比大幅上涨11.4%，带动食品加工总体止跌转涨，以及国际油价上涨推升交通工具用燃料价格加速上涨是CPI环比加速的主要推动，但同时，核心CPI同比持平于0.8%，环比涨幅由0.5%收窄至0%，显示国内需求恢复相对偏弱。主要受原油价格上涨的推动，8月PPI同比下跌3.0%跌幅较7月的4.4%继续收窄，PPI环比增长0.2%，年内首次转正。结构上看，上游原材料和采掘业环比分别增长1.4%和0.9%，由降转升，价格回升明显。但相对于生产资料价格，生活资料价格走势较弱，环比涨幅由上月0.3%下降到0.1%，耐用消费品、衣着和一般日用品均回到跌势。总体看，8月国内通胀回升主要依靠猪、油的推动，需求对通胀拉动不明显，预计国内通胀将弱势回升。8月CPI-PPI剪刀差连续第二个月收窄，需求恢复相对较弱的背景下，上游价格较快回升压缩下游行业利润空间，加重经济修复的结构分化。

图 2.7: CPI 同比 (%)



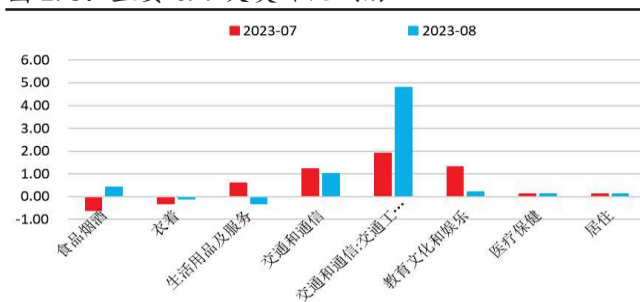
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.9: PPI 大类环比 (%)



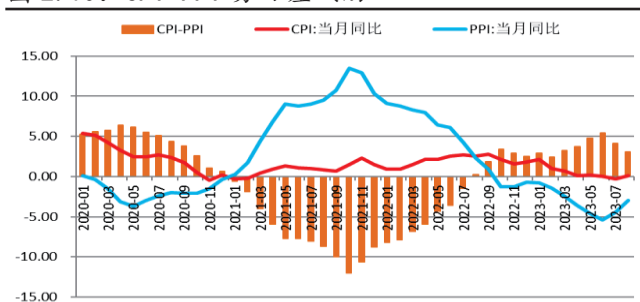
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.8: 主要 CPI 大类环比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.10: CPI-PPI 剪刀差 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

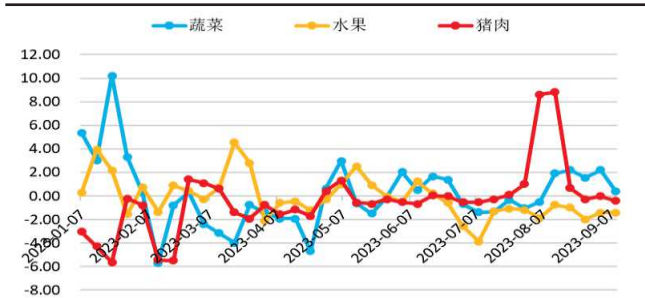
4日当周，国内食用农产品价格总体走弱，其中，猪肉当周日均批发价格环比下降0.4%，水果价格环比下降1.39%，连续第12周下降，蔬菜价格环比上涨0.38%，涨幅较前一周收敛。

图 2.11: 国内猪肉、果蔬平均批发价 (元/公斤)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.12: 猪肉、果蔬日均平均批发价周环比 (%)

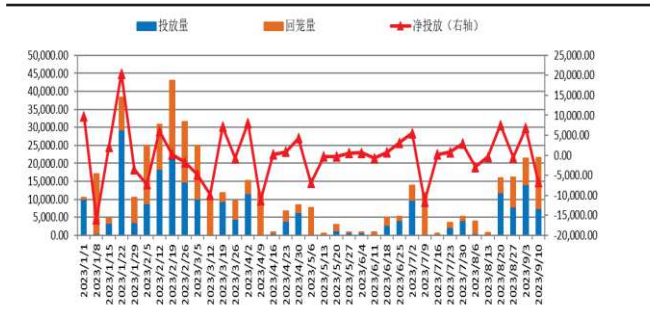


资料来源: wind, 一德宏观战略部

## 2.3 银行资金压力缓解 市场利率震荡回落

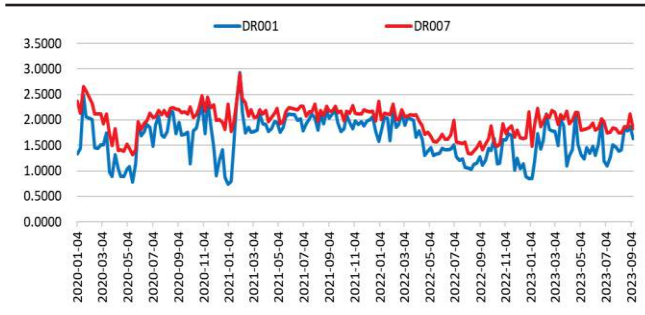
4 日当周, 央行进行了 7450 亿元逆回购投放, 当周有 14090 亿元逆回购到期, 当周净回笼 6640 亿元。银行市场资金压力缓解, 银行市场利率先降后升总体回落, DR001、DR007 周均值环比分别下跌 24BP、29BP 至 1.63%、1.82%。

图 2.13: 央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.14: 银行间质押式回购加权利率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

## 2.4 通胀预期有所反复, 加息预期边际转鹰

4 日当周, 随着相继公布的经济数据美强欧弱特征明显, 经济基本面开始为美元指数提供“顺向”支撑。同时, 从周内多位联储官员发言情况看, 9 月跳过一次加息基本成为共识, 但就此结束本轮加息周期概率不高。加之随着国际原油价格持续反弹, 通胀预期短期向上, 利率端重燃再通胀定价, 从而推动加息预期边际转鹰。

美联储观察工具显示, 9 月加息 25 基点概率连续 2 周不足 10%, 必要性维持偏低水平; 年内 11 月加息概率再度回升至五成附近, 来年降息次数降为 4 次, 起始点依然位于 5 月。

图 2.15 美欧花旗经济意外指数初值与美元（右轴）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.16: 美联储后续加息预期 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES										
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	92.0%	8.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.1%	43.6%	3.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	52.7%	42.0%	3.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	10.4%	50.9%	35.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.0%	25.0%	45.4%	23.8%	1.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	18.9%	39.5%	30.0%	8.1%	0.5%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.1%	23.1%	37.6%	25.6%	6.6%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.9%	19.5%	34.5%	28.1%	10.6%	1.7%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	3.9%	16.0%	30.9%	29.7%	14.8%	3.9%	0.5%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	2.6%	11.5%	25.4%	30.1%	20.3%	7.9%	1.7%	0.2%	0.0%
2024/12/18	0.2%	2.0%	9.1%	21.6%	28.8%	23.0%	11.3%	3.4%	0.6%	0.1%	0.0%

资料来源：CME，一德宏观战略部

### 3. 资产配置建议:

4 日当周，国内市场风险情绪维持稳定，股债收益率差、股债收益比分别由前一周的历史 85.53%、88.81%的分位数水平小幅降至历史 85.3%、85.66%的分位数水平。

图 3.1: 股债收益率差



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.2: 股债收益比



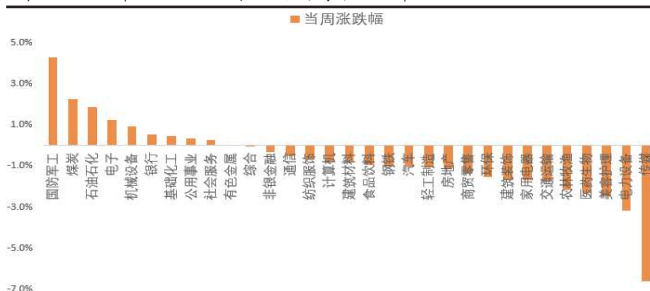
资料来源：wind，一德宏观战略部

A 股层面，4 日当周指数先扬后抑震荡走低，创业板跌幅大于主板，游资风格明显强于机构。日均成交额开始明显萎缩，已连续 11 周低于万亿水平；北向资金连续 5 周流出，但幅度有所收窄，个股赚钱效应再度回落。板块方面，国防军工、煤炭、石油石化领涨，传媒、电力设备、美容护理表现偏弱。海外权益市场风险偏好有所回落，持有成本两端同步走高对 A 股形成压制。受消息面提振，科技板块试图打出赚钱效应，但市场成交总体低迷使其距离成为市场阶段性热点尚有差距。当前，尽管监管层呵护暖风频吹，但受到北向资金持续流出影响，机构参与热情有限掣肘指数企稳。预计市场或重回“政策底”后再寻“市场底”运行路径，对应盘面仍可参考成交变动趋势定夺后续操作，在当前成交再度趋于萎缩且远离万亿水平情况下，建议持仓为主暂不加



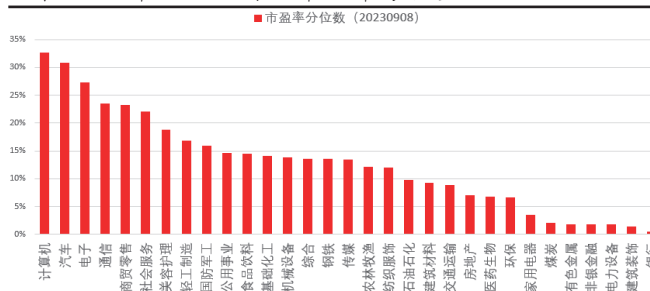
仓，如指数再度探底至 3100 下方可重点关注企稳后的配置机会。

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



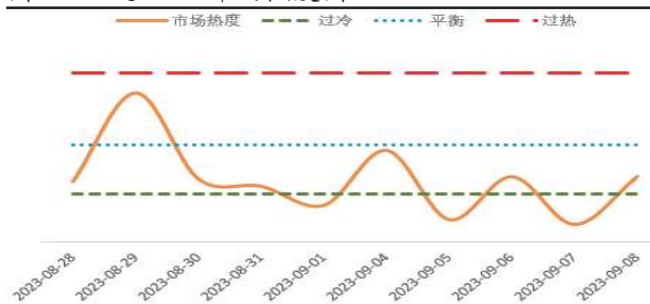
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



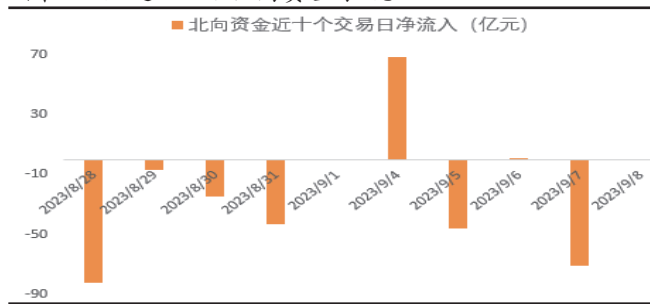
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



资料来源: wind, 一德宏观战略部

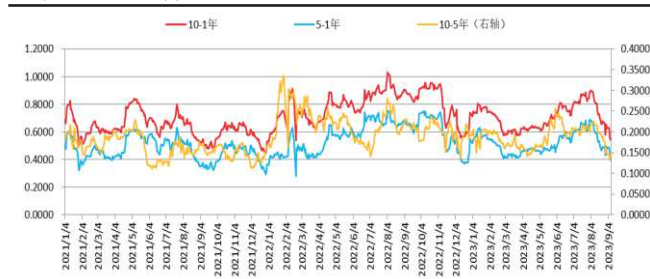
国债层面，4 日当周，国债市场延续调整，国债利率全面上涨，短端利率涨幅较大，长短端收益率差回落，流动性收紧压力对当周债市影响较大。8 月国内出口降幅收窄但仍存压力，国内通胀总体回升但需求疲弱对价格拉动作用不强，通胀预期弱势回升，对债市影响有限。8 月中旬以来，地产重磅政策落地叠加资金面收紧，国债市场出现持续调整，目前 10 年期国债收益率以升至 6 月央行首次降息的水平，在国内经济仍弱，地产政策落地宽信用预期仍在的背景下，短期国债利率进一步上行空间预期有限，操作上可维持仓位，或波动操作思路下适当买入。

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.8: 国债利差 (%)



资料来源: 中债登网站, 经作者整理

黄金层面，4日当周，经济数据美强欧弱格局支撑美元，通胀预期反复引发加息预期回温，持有成本两端同时走强驱动黄金承压下行，总体走势仍延续联储认可停止加息前的宽幅震荡特征。而对于资金面情况看，无法断言的加息终结（经济软着陆预期强化及通胀预期反复）以及无法预测的降息开启（经济衰退难现）均引发近一段时间以来资金持续减配黄金，预计上述相对混沌的状态或将延续至9月FOMC会议点阵图公布前。鉴于此前内盘价格高企且外盘价格回调幅度有限，建议继续等待配置入场机会。如因利空驱动纽期金回落至1900美元下方，可适当入场。

图 3.9：美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.10：美国 10Y 国债盈亏平衡通胀率 (%)

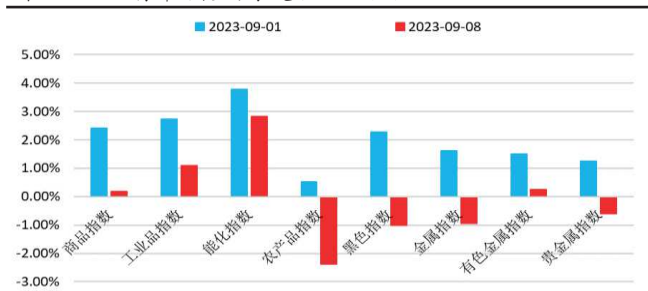


资料来源：wind，一德宏观战略部

4日当周，受国际原油价格上涨的拉动，南华商品指数延续上涨，但美元上涨抑制压制部分商品价格，南华商品总体涨幅显著收窄，其中，工业品、农产品指数结束第三周普涨，出现分化，工业品指数延续收涨，农产品显著调整，领跌商品。工业品中，能化指数延续强势，领涨商品，仍是工业品的主要拉动，黑色、贵金属指数转跌，有色指数小幅收涨，但涨幅较前一周显著收窄，连续第二周收敛涨幅。

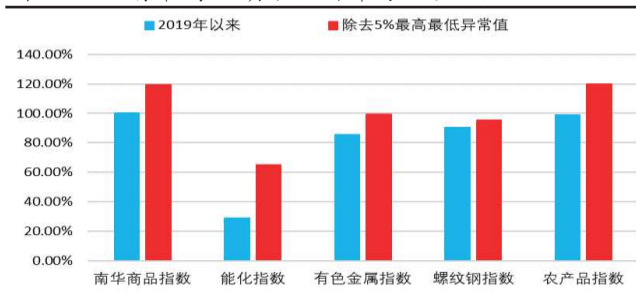
截止9月1日当周，南华商品指数对CCPI期限溢价率位于2019年以来历史100%分位水平，农产品、螺纹、有色指数分别位于98.96%、90.51%、85.6%高分位水平，估值偏高，期现溢价收窄风险较大，能化指数位于28.89%分位水平，估值较低。

图 3.11：南华指数周度涨跌 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.12：南华商品期限溢价率分位数 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

#### 4.本周重要数据及事件关注:

重要财经数据与事件关注	
2023/09/11	中国 8 月社会融资规模-单月(亿人民币), 前值 5282, 预测值 24600, 公布值 31200
	中国 8 月 M2 货币供应年率(%), 前值 10.7, 预测值 10.7, 公布值 10.6
2023/09/12	德国 9 月 ZEW 经济景气指数, 前值-12.3, 预测值-15
	OPEC 公布月度原油市场报告
2023/09/13	美国 8 月 CPI 年率未季调(%), 前值 3.2, 预测值 3.6
	美国 8 月核心 CPI 年率未季调(%), 前值 4.7, 预测值 4.3
	EIA 公布月度短期能源展望报告
	IEA 公布月度原油市场报告
2023/09/14	欧洲央行公布利率决议。预计暂不加息
	美国截至 9 月 9 日当周初请失业金人数(万), 前值 21.6
	美国 8 月 PPI 年率(%), 前值 0.8, 预测值 1.5
	美国 8 月零售销售月率(%), 前值 0.7, 预测值 0.2
	美国 8 月核心零售销售月率(%), 前值 1, 预测值 0.4
2023/09/15	中国 1-8 月城镇固定资产投资年率-YTD(%), 前值 3.4, 预测值 3.3
	中国 8 月规模以上工业增加值年率(%), 前值 3.7, 预测值 4
	中国 8 月社会消费品零售总额年率(%), 前值 2.5, 预测值 2.8
	国家统计局公布 70 个大中城市住宅销售价格月度报告
	国新办就国民经济运行情况举行发布会
	美国 8 月工业产出月率(%), 前值 1, 预测值 0.1
	美国 9 月密歇根大学消费者信心指数初值, 前值 69.5, 预测值 69.5

资料来源: 汇通财经、华尔街见闻、一德宏观战略部

#### 风险提示:


国内政策效果不及预期; 国内经济恢复不及预期; 美联储紧缩幅度超预期


## 免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)